

分析师： 李兴 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

联系人： 冯先涛 (8621) 68751310 fengxt@cjsc.com.cn

2009 年业绩符合预期，XDE 项目即将试生产，提高目标价至 56.00 元

事件描述

联化科技公布 2009 年业绩快报和 600 吨 XDE 生产线核准试生产公告，其主要内容和我们的主要观点如下：

- 公司 2009 年实现收入 13.43 亿元，同比增长 23.78%（其中，工业业务收入比上年同期增长 33.30%，贸易业务收入与上年基本持平）；净利润 1.32 亿元，同比增长 76.27%（主要是工业业务营业利润增长和财务费用下降所致）；公司 2009 年基本每股收益 1.02 元，基本符合预期。
- 分季度来看，2009 年 1-4 季度，公司单季度每股收益分别为 0.20 元、0.18 元和 0.28 元和 0.36 元。我们认为，公司业绩从第 3 季度开始明显提高的主要原因是：高毛利率的工业业务收入下半年环比上涨 29.90%，贸易业务收入环比增速更是高达 84.24%。
- 设立子公司，将为公司业绩增长再添动力。公司临时股东大会通过设立联化科技（台州）有限公司（筹）的议案。根据决议，公司将在浙江省化学原料药基地临海园区以自有资金独资发起设立联化科技（台州）有限公司（筹），注册资本 5280 万元，联化科技全部以货币出资，股权比例 100%。该子公司将主要从事精细化工产品及其中间体的研究、开发和制造。我们预计，该子公司可能成为公司业绩成长的新亮点。
- 公司募投项目之一——600 吨 XDE 生产线建设项目于 2009 年 12 月底建成，2010 年 1 月 22 日经盐城市环境保护局核准试生产，目前该生产装置正在做进一步调试和完善。我们预计，该项目将为公司贡献每股收益 0.37 元。
- 目标价提高至 56.00 元，维持“推荐”评级。基于公司 XDE 项目进展顺利和 XDE 市场价格高于我们之前的假设，我们调整对公司的盈利预测。我们预计，2009-2011 年，公司每股收益分别为 1.02 元、1.87 元和 2.43 元。我们依然按照 2010 年业绩 30 倍市盈率估值，目标价提高至 56 元，并继续维持“推荐”评级。

事件评论

2009 年每股收益 1.02 元，基本符合预期

公司 2009 年业绩快报显示，公司 2009 年全年实现营业收入 13.43 亿元（根据公司公告，我们预计，2009 年，公司工业收入 105224.53 万元，同比增长 33.30%；贸易收入 29064.96 万元，同比下降 1.66%），同比增长 23.78%；净利润 1.32 亿元，同比增长 76.27%；公司 2009 年基本每股收益 1.02 元。公司的业绩与我们此前预期基本一致。

表 1：公司工业和贸易业务收入及增长率

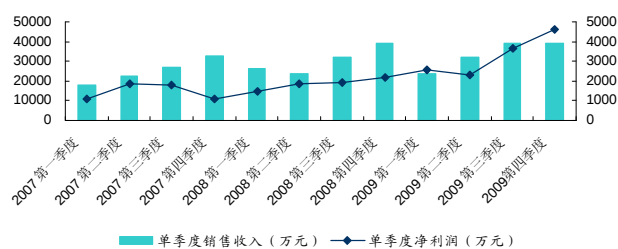
单位：万元	2005	2006	2007	2008 上半年	2008	2009 上半年	2009
-------	------	------	------	----------	------	----------	------

工业业务收入	39,482.24	53,253.57	59,118.54	36,262.89	78,938.13	45,768.80	105,224.53
贸易业务收入	36,159.85	37,635.51	39,579.41	13,420.77	29,555.66	10,225.67	29,064.96
工业收入同比增长率	-	34.88%	11.01%	40.97%	33.53%	26.21%	33.30%
贸易收入同比增长率	-	4.08%	5.17%	-34.80%	-25.33%	-23.81%	-1.66%

资料来源：公司公告，长江证券研究部

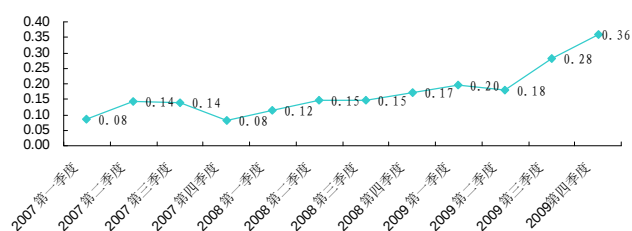
从分季度的财务收据来看，从2009年第3季度开始，公司单季度盈利环比开始明显提升。我们认为，其主要原因是：高毛利率的工业业务收入下半年环比上涨29.90%，贸易业务收入环比增速更是高达84.24%。

图 1：单季度营业收入和净利润（万元）



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 2：单季度每股收益（全部按照 12914 万股本计算）

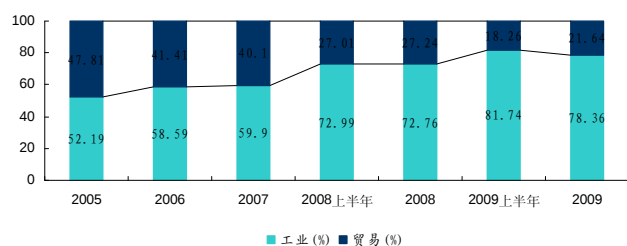


资料来源：公司公告，长江证券研究部

公司工业收入比重已接近 80%，并成为业绩增长的主要推动力

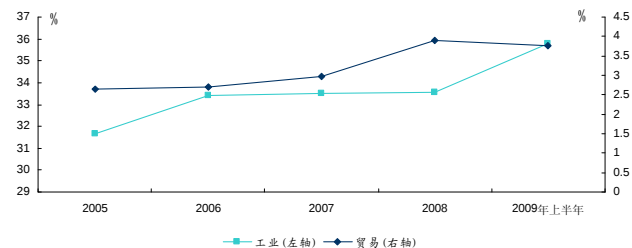
上市以来，公司一直坚持工业为主、贸易为辅的战略。从公司收入构成来看，2009 年，工业收入比重已经达到 78.36%，并呈现继续提高趋势；而贸易业务收入比重已逐步下降至 20% 左右。我们认为，由于工业业务毛利率一直在 33% 以上，远远高于贸易业务毛利率（2%-5% 之间），工业收入比重的提高将带来公司综合毛利率的提高，并成为公司业绩增长的主要推动力。

图 3：公司工业收入比重接近 80%



资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 4：工业业务毛利率远远高于贸易业务



资料来源：公司公告，长江证券研究部

设立子公司，将为公司业绩增长再添动力

公司临时股东大会通过设立联化科技（台州）有限公司（筹）的议案。根据决议，公司将在浙江省化学原料药基地临海园区以自有资金独资发起设立联化科技（台州）有限公司（筹），注册资本 5280 万元，联化科技全部以货币出资，股权比例 100%。该子公司将主要从事精细化工产品及其中间体的研究、开发和制造。我们预计，该子公司可能成为公司业绩成长的新亮点。

600 吨 XDE 生产线经核准试生产，预计 2010 年贡献每股收益 0.37 元

公司募投项目之一——600 吨 XDE 生产线建设项目于 2009 年 12 月底建成，2010 年 1 月 22 日经盐城市环境保护局核准试生产，目前该生产装置正在做进一步调试和完善。

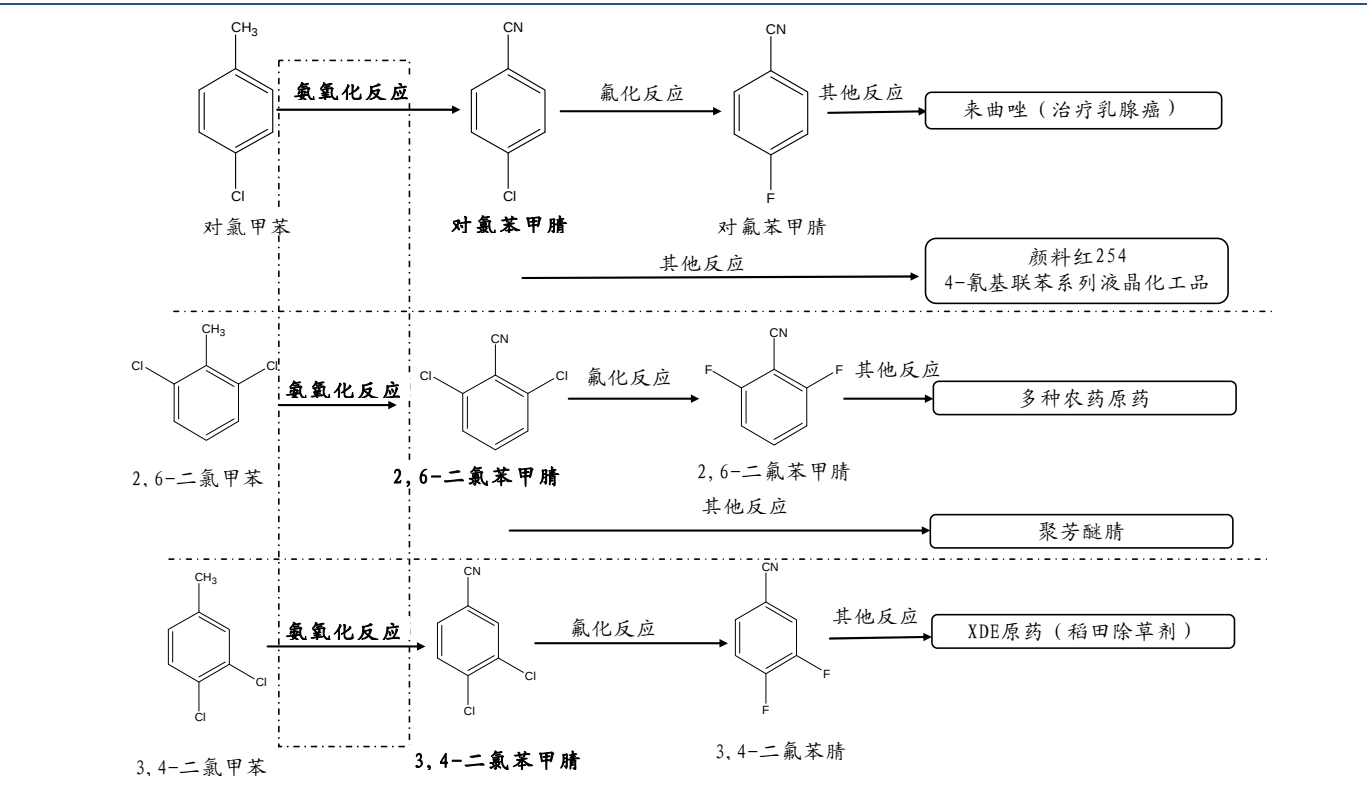
依据 XDE 最新的市场价格，我们预计，600 吨 XDE 项目 2010 年可实现销售收入 17863 万元，净利润 4648 万元，折合每股收益 0.37 元。

表 2: XDE 生产工艺对比

项目	联化科技	国内其他厂家
工艺过程	以自产 3, 4-二氯苯甲腈为原料，以自有氟化技术合成 3, 4 -二氟苯甲腈，再经过脂化、缩合而成。	以（S）-乳酸甲酯为原料，与对甲苯磺酰氯反应制备（S）-对甲苯磺酰乳酸甲酯，再与对苯二酚缩合，制得的中间体再与 3, 4-二氟苯腈反应合成目标产物。
收率	以 3, 4-二氯苯甲腈计，总收率为 84. 5%。	以 3, 4-二氯苯甲腈计，总收率为 49%。
工艺特点	工艺简单，采用高效相转移催化剂。	工艺过程冗长，需要水解过程。
关键原料	采用公司自己拥有的氟化技术。	3, 4-二氟苯腈外购。
	废水少，对环境友好。	废水较多，“三废”处理成本高。
	3, 4-二氟苯甲腈用自有氟化技术以自产的 3, 4-二氯苯甲腈生产，成本低。	外购 3, 4-二氟苯甲腈，成本高。

资料来源：公司公告，长江证券研究部

图 5: 卤代芳腈和 XDE 生产流程



资料来源：公司公告，长江证券研究部

表 3: 公司 2500 吨卤代芳腈项目预计 2010 年 5 月份投产

项目	产品	2006 年产量 (吨)	年新增产能 (吨)	达产后总产量	预计投产时间
年产 2500 吨卤代芳腈 产业化技改项目	对氯苯甲腈	445	2,000	2,445	2010 年 5 月
	2,6-二氯苯甲腈	130	250	380	
	3,4-二氯苯甲腈	80	250	330	

资料来源：公司公告

提高目标价至 56.00 元，维持“推荐”评级

基于公司 XDE 项目进展顺利和 XDE 市场价格高于我们之前的假设,我们调整对公司的盈利预测。我们预计,2009-2011 年,公司每股收益分别为 1.02 元、1.87 元和 2.43 元。我们依然按照 2010 年业绩 30 倍市盈率估值,目标价提高至 56.00 元,并继续维持“推荐”评级。

财务报表及指标预测

利润表 (百万元)					资产负债表 (百万元)				
	2008A	2009E	2010E	2011E		2008A	2009E	2010E	2011E
营业收入	1085	1343	1926	2459	货币资金	166	228	549	987
营业成本	809	980	1215	1523	交易性金融资产	0	0	0	0
毛利	276	363	712	936	应收账款	126	121	153	194
% 营业收入	25.5%	27.0%	36.9%	38.1%	存货	165	147	182	228
营业税金及附加	3	3	4	5	预付账款	23	29	36	46
% 营业收入	0.3%	0.3%	0.2%	0.2%	其他流动资产	17	17	18	19
销售费用	31	46	61	81	流动资产合计	496	542	938	1475
% 营业收入	2.9%	3.4%	3.2%	3.3%	可供出售金融资产	0	0	0	0
管理费用	135	135	171	228	持有至到期投资	0	0	0	0
% 营业收入	12.5%	10.1%	8.9%	9.3%	长期股权投资	7	7	7	7
财务费用	14	7	7	8	投资性房地产	1	1	1	1
% 营业收入	1.3%	0.5%	0.3%	0.3%	固定资产合计	388	465	512	541
资产减值损失	6	0	0	0	无形资产	35	33	32	30
公允价值变动收益	0	0	0	0	商誉	0	0	0	0
投资收益	0	0	0	0	递延所得税资产	3	3	3	3
营业利润	87	171	238	314	其他非流动资产	176	252	249	235
% 营业收入	8.0%	12.8%	12.3%	12.8%	资产总计	1106	1304	1742	2291
营业外收支	11	0	0	0	短期贷款	182	0	0	0
利润总额	98	171	238	314	应付款项	87	98	121	152
% 营业收入	9.0%	12.8%	12.3%	12.8%	预收账款	113	247	417	633
所得税费用	23	40	55	72	应付职工薪酬	1	8	10	12
净利润	75	132	242	313	应交税费	7	5	7	9
归属于母公司所有者					其他流动负债	59	77	96	121
的净利润	74.7	131.7	241.5	313.3	流动负债合计	449	435	651	926
少数股东损益	0	0	0	0	长期借款	0	80	120	152
EPS (元/股)	0.58	1.02	1.87	2.43	应付债券	0	0	0	0
现金流量表 (百万元)					递延所得税负债	0	0	0	0
	2008A	2009E	2010E	2011E	其他非流动负债	19	19	19	19
经营活动现金流净额	21	372	388	494	负债合计	468	535	790	1098
取得投资收益	0	0	0	0	归属于母公司	636	768	951	1192
收回现金					所有者权益				
长期股权投资	7	0	0	0	少数股东权益	2	2	2	2
无形资产投资	35	0	0	0	股东权益	638	770	952	1194
固定资产投资	0	-200	-100	-80	负债及股东权益	1106	1304	1742	2291
其他	-209	0	0	0	基本指标				
投资活动现金流净额	-167	-200	-100	-80		2008A	2009E	2010E	2011E
债券融资	0	0	0	0	EPS	0.579	1.020	1.870	2.426
股权融资	0	0	0	0	BVPS	4.94	5.96	7.38	9.25
银行贷款增加 (减少)	-12	-102	40	32	PE	71.71	40.70	29.30	22.20
筹资成本	-14	-7	-7	-8	PEG	1.51	0.86	0.62	0.47
其他	255	0	0	0	PB	8.40	6.96	5.63	4.49
筹资活动现金流净额	229	-110	33	24	EV/EBITDA	53.24	23.01	16.31	11.64
现金净流量	83	62	322	438	ROE	11.8%	17.1%	19.2%	20.2%

分析师介绍

冯先涛，获得上海交通大学化学工程与工艺专业学士学位和上海交通大学会计学硕士学位，目前在长江证券研究所负责基础化工行业研究。

对本报告的评价请反馈至长江证券机构客户部

姓名	分工	电话		E-mail
伍朝晖	副主管	(8621) 68752398	13564079561	wuzh@cjsc.com.cn
甘 露	华东区客户经理	(8621) 68751916	13701696936	ganlu@cjsc.com.cn
吕 洁	华东区客户经理	(8621) 68751926	13564863429	lvjie@cjsc.com.cn
鞠 雷	华南区客户经理	(8621) 68751863	13817196202	julei@cjsc.com.cn
易 敏	华南区客户经理	(8621) 68755178	13817111316	yimin@cjsc.com.cn
李 靖	华北区客户经理	(8621) 68751860	13761448844	lijing2@cjsc.com.cn

投资评级说明

行业评级	报告发布日后的 12 个月内行业股票指数的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 看好： 相对表现优于市场 中性： 相对表现与市场持平 看淡： 相对表现弱于市场
公司评级	报告发布日后的 12 个月内公司的涨跌幅度相对同期沪深 300 指数的涨跌幅为基准，投资建议的评级标准为： 推荐： 相对大盘涨幅大于 10% 谨慎推荐： 相对大盘涨幅在 5%~10%之间 中性： 相对大盘涨幅在-5%~5%之间 减持： 相对大盘涨幅小于-5% 无投资评级： 由于我们无法获取必要的资料，或者公司面临无法预见结果的重大不确定性事件，或者其他原因，致使我们无法给出明确的投资评级。

重要声明

长江证券系列报告的信息均来源于公开资料，本公司对这些信息的准确性和完整性不作任何保证，也不保证所包含的信息和建议不会发生任何变更。本公司已力求报告内容的客观、公正，但文中的观点、结论和建议仅供参考，不代表对证券价格涨跌或市场走势的确定性判断。报告中的信息或意见并不构成所述证券的买卖出价或征价，投资者据此做出的任何投资决策与本公司和作者无关。

本公司及作者在自身所知情的范围内，与本报告中所评价或推荐的证券没有利害关系。本公司及其所属关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券头寸并进行交易，也可能为这些公司提供或者争取提供投资银行、财务顾问或者金融产品等相关服务。

本报告版权仅为本公司所有，未经书面许可，任何机构和个人不得以任何形式翻版、复制和发布。如引用、刊发，需注明出处为长江证券研究部，且不得对本报告进行有悖原意的引用、删节和修改。